

## CARF ワーキングペーパー

CARF-J-036

グローバル・リスクシェアリング  
—強靱な金融システムの構築に向けて—

東京大学大学院経済学研究科  
小林 孝雄  
新生銀行財務戦略部長  
ジェフリー・ボーン  
東京大学大学院経済学研究科大学院生  
佐井 りさ

2007 年 4 月

❁ 現在、CARF は第一生命、日本生命、野村ホールディングス、みずほフィナンシャルグループ、三井住友銀行、三菱東京 UFJ 銀行、明治安田生命（五十音順）から財政的支援をいただいております。CARF ワーキングペーパーはこの資金によって発行されています。

CARF ワーキングペーパーの多くは  
以下のサイトから無料で入手可能です。

[http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index\\_j.cgi](http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index_j.cgi)

このワーキングペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿です。著者の承諾無しに引用・複写することは差し控えて下さい。

グローバル・リスクシェアリング  
ー強靱な金融システムの構築に向けてー

東京大学大学院経済学研究科 小林 孝雄  
新生銀行財務戦略部長 ジェフリー・ボーン  
東京大学大学院経済学研究科院生 佐井りさ

2007 年 4 月 13 日

## **Global Risk Sharing: Toward a stronger Financial System**

### **Abstract**

Recent surge of large real estate lending in Japan suggests the creation of a new series of lumpy credit risk exposures entering Japanese bank portfolios. It is necessary to transform these types of large, concentrated exposures into more manageable pieces of risk. The development of syndication and securitization markets provide an antidote to this creeping risk of crisis as concentrations deepen. Without the mechanisms for distributing and managing risk, Japan will forever lag the rest of the developed world in terms of financial market development and financial market competitiveness. Even worse, the days of liquidity crunches and a contracting economy may return if the structure of the market is not modified to better manage concentration risk.

## 1. 急拡大する不動産融資

昨年9月、不動産ファンドを運営するダヴィンチ・アドバイザーズがパシフィック・センチュリー・プレイス（東京都千代田区）のオフィス部分を2,000億円で取得し、単独物件では国内最大級の不動産取引となった（日本経済新聞2006年9月21日夕刊）。ダヴィンチ・アドバイザーズは昨年6月にも旧秀和の芝パークビル（通称「軍艦ビル」、東京都港区）を1,430億円で取得しており、わずか三ヶ月の間に国内不動産の取引額最高記録を二度も塗り変えたことになる。これらの取引に際して、資金調達先等の詳しい情報は公開されていないが、相当の部分が銀行からの借入によって賄われたと思われる。

都心部の地価高騰を追い風に、こうした大型不動産物件の取得が相次いでいる。これは非常に危険な事態である。不動産市場の回復、不動産取引の活況それ自体は、日本の景気回復による土地・不動産の生産性の向上と、それに伴う価格の上昇を映すものである限り、憂慮すべきことではない。しかしながら、問題はこうした取引に資金を提供している銀行が、再び不動産リスクを従来よりもさらに大きな規模で抱え始めていることである。このまま行けば、不動産市場に次の不況サイクルがやって来たときに、日本の銀行システムは再び崩壊の危機に晒されかねない。1980年代の不動産融資の加速とその後おとずれたバブルの崩壊、金融恐慌、そして長く尾を引いた経済不況は、われわれに十分過ぎるほどの教訓になったはずである。一つの市場に集中したリスクを抱え込むことは、銀行がもっとも避けなければならないリスク・マネジメントの基本原則であると。

ダヴィンチ・アドバイザーズのケースを例に、具体的に説明しよう。今、ある銀行が購入価格2,000億円の相当部分をダヴィンチ・アドバイザーズに貸し出そうとしているとする。この銀行は不動産融資に関する専門知識が十分にあり、すでにいくつかの不動産融資も行っているとする。問題は、個々の融資を単体でみればそれぞれ魅力ある融資案件であっても、それが複数集まると危険なポートフォリオを形成してしまうことである。パシフ

イック・センチュリー・プレイスももちろん例外ではない。景気回復に伴って賃料が上昇し、買い手が市場に戻ってきている日本の不動産市場の現状から判断すれば、不動産融資はリスクが小さく、安定した返済が見込める格好のビジネスであるのは間違いない。ところが、不動産市場が回復しているからといって一つの銀行が不動産融資ばかりをいくつも抱えてしまうと、融資ポートフォリオ内に強い相関関係が生じ、リスクの集中が進んでしまう。大多数の金融機関がこのようなポートフォリオを持っていたらどうなるか。今度不動産市場が不況に陥ったときに、バンキング・セクターに極度に集中してしまったこのリスクが、再び日本の金融システムを根底から壊すことになりかねない。

この最悪のシナリオを回避するためには、個々の市場に対する銀行のリスク・エクスポージャーを小さくし、また、ローン・ポートフォリオを広く分散化する必要がある。そうすれば、日本の不動産市場が沈滞しても、銀行の受ける影響は限定的なものになる。米国やヨーロッパでは、このようなリスクの大きな塊に対する各金融機関のエクスポージャーを小さくするためにシンジケート・ローンや証券化が盛んに行われている。

上では不動産融資を例に説明したが、バンキング・セクターを揺らす震源は何も不動産融資に限ったことではない。重要なのはローン・ポートフォリオのリスク・マネジメントである。一つの市場にリスクを集中させている限り、それが不動産市場であろうが、自動車産業であろうが、情報テクノロジー産業であろうが、その市場が一度波打てば、その影響は何倍にも増幅されて日本の金融システムを直撃することになるのである。

日本銀行が 2007 年度銀行考査の重点項目に不動産向け融資を挙げたようである（日本経済新聞 2007 年 3 月 27 日朝刊）。時宜を得たアクションである。銀行の個々の融資内容を審査し、銀行システムの抱えるリスクが危険水域に達したと判断すれば融資に対する規制を行う。このような対処療法の必要性は否定すべくもない。しかしながら、金融機関の競争力の促進、金融システムの効率化、ならびに金融システムの安定性の確保を整合させるという観点から、より長期的な政策が必要とされている。そのような視点で日本の金融シス

テムの構造を整理し、政策的展望を拓くことが本稿の課題である。

## 2. バンキング・セクターに集中する日本のビジネス・リスク

不動産市場の浮き沈みが、金融システム全体を機能不全に陥れるほどの決定的な破壊力を持ちうる条件を、日本経済は抱えている。それは日本の金融システムにおいて、バンキングの果たす役割が度を超えて大きいことである。

表1に日米家計の金融資産の内訳を、表2に企業（非金融法人企業）の資金調達源を示す。日本の家計は1,571兆円の金融資産を保有しているが（2006年12月時点）、その半分の801兆円を銀行と郵便貯金に預金している。ちなみに、アメリカの家計が保有する金融資産は4,886兆円、銀行預金は656兆円（1ドル=118円換算）である。ざっと言えば、日本の家計はアメリカの家計の三分之一に相当する金融資産を持っているが、銀行に預けているお金で見ると日本の家計の方が2割以上多い。この資金を使って、日本の金融機関は343兆円を企業に貸し付けている。米国の場合、この数字は629兆円である。一方、株式や債券の発行高は、日本が536兆円、アメリカが1,742兆円である。つまり、日本の金融システムでは企業の事業リスクの38パーセントを貸出金融機関が負っているが、米国のその比率は26パーセントと、10パーセント・ポイント以上少ない。このように、日本では、経済の生産システムの持つ信用リスクがバンキング・セクターに集中する構造になっている。

[表1]

[表2]

表3は銀行バランスシートの資産サイドの日米比較である。日本の預金取扱金融機関（銀行＋郵便貯金）の貸出債権ポートフォリオの内訳をみると、商業・産業向け貸出が全体の

47 パーセントを占める。これは第二位の住宅貸付（20 パーセント）をはるかに上回る。米国では、第一位が住宅貸付で全体の 54 パーセント、商業・産業向け貸出は 31 パーセントである。

[表 3]

これらの数字は、日本において経済の生産セクターの信用リスクがいかにバンキング・セクターに集中する構造になっているかを如実に表している。こうして資金循環の心臓的役割を一身に負っているが故に、バンキング・セクターは市場ときわめて強く関連し、市場の景気変動が金融システム全体を揺さぶり、逆にバンキング・セクターの浮沈が経済の景気変動の波を増幅させる力を持つてしまうのである。

### 3. 銀行と証券市場の役割分担

日本の金融システムは、バンキング・セクターが、（1）家計の貯蓄の受け皿として、（2）企業に対する資金供給役として、また（3）日本経済のリスクの大半を負担する主体として、このように圧倒的に大きい役割を担う構造になっている。だからこそ、もう一つのパイプである直接金融への資金シフトと言われる。しかし、実際に直接金融のパイプを使って大量の資金を調達できるのは、一定以上の規模を持つ公開企業であり、本来、このパイプは中規模以下の企業やベンチャー企業には向けられていないことを忘れてはならない。これは、経済原理に基づく必然である。

というのも、企業が多数の無名の投資家と直接向き合う証券市場は、一定以上の知名度と格付けを持つ企業にとっては、低コストで多額の資金が調達できる格好の場である。一方、若い企業や規模の小さい企業は、企業経営の根幹に関わる情報を内部に抱え込むインセンティブが強く、また市場の側もそうした情報をハンドルするのは苦手である。つまり、知名度の低い企業と投資家の間には「情報の非対称性」が立ちはだかるわけである。情報の

非対称性が大きいほど、投資家には資金の提供がよりリスクに映り、企業にとっては証券市場からの資金調達がより困難になる。特に誕生期の企業の信用価値は、多くの場合、オーナー経営者の個人資産の信用価値に支えられていることが多い。そうした情報を掘り起こして信用プレミアムの値付けをするのは市場の最も不得手とするところである。

直接金融市場のこの決定的な欠陥を補い、市場では扱えないリスクを分析し、経営ノウハウの補完サービスも付加することで「情報レント」を稼ぐのが、いわば銀行を中心とする間接金融機関本来の経済機能である。銀行の資産は貸出資産と、公債・事業債などの投資資産に分かれるが、銀行が投資資産を上回るリターンを貸出資産から得ることができるのは、まさにこの情報レントに由来する。

#### 4. 細い中小企業への資金供給パイプ

市場からの効率的な資金調達の道が閉ざされた企業に資金を供給することが、銀行の本来的な役割であるというものの、日本の銀行は大企業相手の貸出が中心である。表4(a)に示すように、企業を売上高5億ドルを境に大企業と中小企業に分けて負債比率（負債総額／発行済株式時価総額）を見ると、日本の場合、大企業の負債比率が22パーセントであるのに対して中小企業の負債比率はわずか4パーセントである（2006年）。アメリカの場合は、大企業が36パーセント、中小企業が24パーセントで、企業規模による差は大きくない。表4(b)では営業キャッシュフローに対する負債残高の倍率で大企業と中小企業を比較したが、やはり日本の中小企業の負債が極端に少ない。日本のバンキングシステムが中小企業に提供する資金パイプは、実は、このようにきわめて細いのである。

[表4]

広島に風船工房匠という会社がある。この会社はエコロジー風船を製造する日本の中小



企業の一つである。同社の西直樹社長によれば、会社の設立当初には 50 もの銀行に融資を断られたという。そのとき会社を支えたのが個人投資家の資金であった(“*The Economist*” 2006 年 9 月 30 日、P. 72)。このような中小企業は決して珍しいケースではない。2006 年、日本の景気は全般的に回復基調であったにも拘わらず、中小企業の破綻件数は過去最高を記録した。「経営再建のためのスポンサー探しや資金調達が難しいことが主な原因」であるとみられる(日本経済新聞 2006 年 12 月 29 日朝刊)というが、バブル崩壊以降の日本において、こうした資金供給の片寄り、長い間、新しい企業の誕生や成長を妨げる決定的な制約条件であり続けている。

リスクを嫌い流動性を求める家計の預金を抱える銀行が、安全性の高い(しかし情報レントの低い)大企業融資に向かうのは一見当然のように見えるかもしれない。しかし、ここにこそ、日米の直接金融市場の競争力の違いが透けて見えてくる。というのも、低コスト資金の供給に圧倒的な強みを持つ証券市場を備える米国では、銀行の資金は情報レントの追求に向かわざるを得ないのである。米国でも、かつては、中小企業に対する融資は中規模以下の銀行が独占していたが、近年、大手銀行が小規模融資の領域で大きくシェアを伸ばしている。日本では、直接金融市場の競争力が十分でないために、銀行が大企業相手の貸出で主要な収益を得る構造が維持されてきたのである。

## 5. 融資リスクの集中

これまでの話をまとめておこう。ポイントは三つある。第一に、日本の金融システムはバンキング主体であり、経済のリスクが銀行に集中する現在の構造を変えるのは容易ではない。第二に、それゆえ日本のバンキング・セクターが一部の市場にリスクを集中させることは大変危険であり、分散投資が何よりも重要である。第三に、バンキング(間接金融)の収益は、情報レントの獲得によってもたらされるべきものであり、中小企業に対する融資こそバンキングの本来の役割である。

とは言うものの、すべての金融機関が十分に分散化されたポートフォリオを持つことは、そもそも可能か。また、中小企業融資を促進すれば、バンキング・セクターに集中するリスクをより一層増大させ、金融システムの安定化に逆効果になりはしないか。そして、バンキング中心の金融システムを変え得ない限り、日本経済は構造的不安定要因から脱却できないのではないか。

現実的に言って、パシフィック・センチュリー・プレイスのケースのように、不動産市場に関する専門知識を持ち、巨額の融資を行うことができる金融機関はごく少数に限られる。他方で、資金力が弱く、不動産市場に関する専門知識を持たない金融機関が、リスク分散の手段として不動産市場へのエクスポージャーを上げたいと思っても、それは不可能である。

このような状態は、リスクの社会的分担という観点から言えばきわめて非効率な状態である。つまり、各々の銀行が単独に融資を行うという伝統的なやり方では、巨額で専門性を要する融資を一度行くと、それによって抱えたリスクを転売する相手を見つけるのは非常に困難となる。融資を行った金融機関は、抱え込んだリスクを売却することもヘッジすることもできず、ひたすら不利な事態が起こらないことを祈りながら持ち続けるしかない。そのような金融システムは非常に脆いものであると言わざるを得ない。

歴史的に見ても、特定の商品や、産業、地域に対するリスク・エクスポージャーが集中し過ぎたことから生じた銀行危機は枚挙にいとまがない。そのときどきで最も魅力的な取引に融資をするという一見必然の行為が、特定の市場のリスクを金融機関に集中させ、ポートフォリオ全体のバランスを歪ませてしまうのである。

## 6. シンジケート・ローン

このようなリスクの集中を避ける有効な手段の一つがシンジケート・ローンである。シンジケート・ローンとは、複数の金融機関で協調融資団を組成して、共同して融資を行う仕

組みのことである。複数の金融機関で資金を出し合うことで、貸出に伴う信用リスクが一つの金融機関のみに集中することを防ぐことができる。また、協調融資団に参加することによって、専門知識のない金融機関でもそのセグメントに融資することができ、ポートフォリオのリスク分散を進めることが可能になる。

シンジケート・ローンは融資に伴うリスクを細かいピースに切り分けることに意義がある。それぞれのピースは協調融資団に参加しているそれぞれの金融機関のポートフォリオに入り、各金融機関の既存ポートフォリオのリスク特性に応じて異なる効果を発揮する。このシンジケート・ローンは、欧米で非常に盛んに利用されている。1999 年以降日本でも一般的に知られるようになったが、その利用はまだごくわずかである。

シンジケート・ローン組成のシナリオが成立するためには、その貸出に伴うリスク・リターン特性を投資対象として求める複数の金融機関の存在が必要である。もしそのような金融機関が他になかったなら、もしその融資が他の誰の目にも魅力的に映らなかったなら、リスクの集中はもう避けられないのだろうか。そうした事態を打開する方法が証券化である。これについて次に見てみよう。

## 7. 貸出債権の証券化

貸出債権の証券化を例にして、証券化の仕組みを説明しよう。証券化とは、対象資産からのキャッシュフローを裏付けとして証券を発行し、資産の流動化を図る方法である。

図 1 に貸出債権証券化の基本的な仕組みを示す。証券化に際しては、まず貸出債権のオリジネーターとは全く独立した存在として、特別目的事業体（SPV）が設置される。オリジネーターである金融機関は、証券化したい貸出債権を複数プールしてこの SPV に譲渡する。複数の貸出債権をプールすることでポートフォリオの分散化を図り、SPV に移すことで対象債権をオリジネーターの信用リスクから切り離すのである。切り離された貸出債権は SPV によってリスク・リターン特性の異なる「トランシェ」に切り分けられ、投資家に売却さ

れる。

[図 1]

ここでトランシェとは「切り身」を意味するフランス語を語源とするが、各トランシェは債券と類似した証券の形を取ることが多い。具体的には、シニア債、メザニン債、劣後債があり、シニア債が最も安全で、劣後債が最もリスクが大きい。貸出債権からのキャッシュフローは「キャッシュ・ウォーターフォール」と呼ばれるルールに従って各トランシェに分配され、対象債権にクレジット・イベントが生じた場合には、劣後債からデフォルトしていく仕組みになっている。投資家には持っているトランシェに応じてクーポンが支払われ、クレジット・イベントが起これなければ満期に元本が払い戻される。こうしてトランシェに優劣順位を付け、優先順位の低い証券により大きいリスクを吸収させることで、劇的にリスクの少ないシニア債を作り出すことができるのである。

証券化の最大の特徴がここにある。つまり、牛乳からバターやチーズやアイスクリームを作り出すように、一つの大きなリスクの塊から、ほぼ無リスクな証券（シニア債）、少しリスクのある証券（メザニン債）、ならびに非常にリスクの大きい証券（劣後債）を作り出すことができるのである。また、リスクを証券の形にすることで、シンジケーションよりも幅広い層の投資家の間でリスクを分担し合うことが可能になる。

## 8. 世界の証券化市場

このテクノロジーの先進国である米国の証券化市場の拡大の様子を図 2 に示す。

米国では、クレジットカード・ローンや自動車ローン、教育ローンなどを証券化した ABS（資産担保証券）の歴史が最も古い。銀行にとって、クレジットカード・ローンのように私的情報が少なく、大量にプールすることで保険数理が適用できるような貸出債権を持ち

続けることに利点はあまりない。私的情報がなければ情報レントを稼ぐことができないからである。故に、クレジットカード・ローンからのキャッシュフローを裏付けとして、ABSを発行し、銀行のバランスシートからこれら私的情報の少ないローンを取り外そうとする動きが 1970 年代から登場したのである。

ABS の概念はやがて住宅ローンにも適用され、MBS（モーゲージ担保証券）の登場につながった。これはすでに巨大な市場に成長している。また近年、貸出債権や社債を証券化する CDO（債務担保証券）が登場したが、これこそバンキング・システムの構造を根本から変革する潜在力を秘めた市場と筆者達は考えている<sup>1</sup>。さらに、最近では映画や音楽からの収益に対する受益権といった新しい概念の資産の証券化商品も登場してきている。

#### [図 2]

表 5 には世界の証券化市場の大きさを示した。この新市場のサイズという点で、日本は欧米と比較してどのような位置にいたかが、一目瞭然であろう。

#### [表 5]

シンジケーションと証券化という新しいフィナンシャル・テクノロジーは、バンキング・セクターの抱えるリスクを分散させることによって、金融システムの効率化と安定化に大きく寄与する。図 3 は米国の過去の破綻銀行数と、銀行資本の大きさで見た破綻の割合を示している。1993 年以降今日まで、数で見ても、資本の比率で見ても、米国の銀行破綻はほとんどゼロに近い状態が続いている。これは、90 年代以降シンジケート・ローンや証券化の普及に伴って、貸出債権のポートフォリオ・マネジメントが堅実に行われるようになったことと無縁ではあるまい。

[図3]

今日の日本において、不動産取引への融資で金融機関が抱え始めた膨大なリスクをマネージ可能な大きさに分解しなければ、今この瞬間に国民が享受している景気回復も、一瞬の間に新たな金融危機によって塗りかえられてしまう危険性が大である。集中するリスクをマネージできるように市場のリスク負担構造を変えなければ、われわれは流動性危機と信用収縮の悪夢が再来するのを座して待つのみかもしれない。これらの事態を避けるためには、証券化の力が断固必要である。

幸いなことに、海外の銀行や、ヘッジファンド、投資信託などのポートフォリオ・マネジャーで、日本の不動産へのエクスポージャーを必要としている投資家は、年々増加している。表6は米国証券化市場に参加する投資家の構成を示したものである。表からわかるように、証券化商品を購入する投資家は、銀行、保険会社、年金基金や投資信託、ヘッジファンドなどの機関投資家である。こうした海外の機関投資家にとって、日本の証券化商品は地政学的リスクを分散させるのに絶好の投資先である。これは日本にとって非常に好都合である。こうしたリスクを海外に売却することで、日本は自国のバンキング・セクターにリスクが集中することを回避できる。

[表6]

以上の意味で、筆者達は、シンジケーションと証券化によるリスク負担構造の変革こそが、日本の金融システムを強化する鍵であると主張したい。

## 9. 小口債権の証券化と中小企業融資

最後に、中小企業への融資について論じる。

中小企業融資には不動産融資とは異なる難しさがある。中小企業融資の場合、貸出件ずつのサイズが非常に小さいのでポートフォリオの分散化には都合が良いのだが、一件ずつのデフォルト・リスクは非常に大きい。また、各企業を分析し、モニタリングを続けることのコストが相対的に高い。しかし、中小企業こそが未来を先取りし、新しい経済果実を生み出す主役であることを、今日の米国経済が何よりも雄弁に物語っている。

先にも述べたように、元来、大企業は信用リスクが小さく、資本市場から低いコストで資金を効率的に調達できるが、中小企業は情報の非対称性ゆえに、資本市場で資金調達するのは非常に難しい。この穴を埋め中小企業に資金を回すのが、間接金融機関本来の役割である。

日本でも、2001 年頃から、大手銀行、地方銀行、信用金庫などの連携による非公開企業向けの小口シンジケート・ローンが活発化しているという（日本経済新聞 2006 年 12 月 26 日朝刊）。これはまさに、経済原理に即した自然な動きである。

他方で、証券化の仕組みも、信用リスクの大きい中小企業への新しい資金供給のルートになりつつある。これが貸出債権を証券化した CLO（ローン担保証券）で、前述の CDO の範疇に含まれる。

簡単に説明すると、中小企業への融資を大量にプールしたものがオリジネーター金融機関から SPV に移され、トランシェに切り分けられ、投資家に売却されるという、前と同様の流れである。各トランシェがどのくらいのリスクを負うのかは、キャッシュフローの分配ルール（キャッシュ・ウォーターフォール）や他のトランシェの大きさに依存して決まる。例えば、劣後債部分を大きくすると、劣後債の買い手投資家がより多くのリスクを負ってくれることになるので、シニア債やメザニン債はより安全になる。逆に劣後債部分を小さくすると、そこで吸収できるリスクが減少するので、シニア債やメザニン債はよりリ

スクが大きくなる。

この仕組みの最大の利点は、信用リスクが大きく、今まで銀行がなかなか手掛けようとしてこなかった中小企業融資からでも、シニア債やメザニン債を切り出すことができ、投資家に売却できることである。切り出したそれぞれのトランシェを多様なリスク選好と時間選好を持つ広範な投資家に転売し、最もハイリスク・ハイリターンのトランシェ（私的情報レントの塊）を銀行が保有し続けられればよいのである。

証券化する際には、小規模の融資を大量にプールするので保険数理を適用でき、個別企業に対するモニタリング等の負担がかなり軽減される。また、融資先のデフォルト・リスクや詐欺等の不正をはたらくリスクも吸収されやすくなり、健全な企業に融資し続けることが容易になる。さらに、国内外の多くの投資家が少しずつリスクを負うことで、債権のクレジット・イベントや日本の景気下降から生じる悪影響が長期化することを防ぐことができる。

リスク分散の観点から海外の投資家の間で日本の証券化商品に対して旺盛な投資意欲があることは、前述の通りである。こうした海外の投資家にトランシェを売却することで、国内のバンキング・システムの安定性を維持しつつ中小企業融資を拡大できるのである。

重要なのは、効率的な証券化市場を築くことである。市場に流動性がある限り、どのようなトランシェでもそれを必要とする投資家が必ずどこかで登場する。

## 10. おわりに

シンジケーションや証券化という新しいフィナンシャル・テクノロジーを駆使することで、日本はより強靱な金融システムを手に入れることができる。そのために、これらのテクノロジーを十分に活用するためのインフラ整備が急務である。効率的な証券化市場の育成が、バンキング・セクターに過度に集中するリスクを分散させ、中小企業への資金供給



のパイプを太らせる。海外にはこれらのトランシェに対して旺盛な投資意欲を持つ投資家が多数待機しており、これは日本にとって実に好都合である。また、これを論じるのは別の機会に譲るが、今年 10 月に民営化が予定されているゆうちょ銀行とかんぽ生命保険は、証券化商品の受け皿として格好の条件を備えている。

証券化の仕組みはすべての参加者の効用を高める。リスクが集中し過ぎたバンキング・セクターにはリスクを取り外す方法を、分散投資の手段として多様なリスクへのエクスポージャーを求める投資家には適切なリスク・トランシェを、これまで資金調達に四苦八苦してきた中小企業には新しい資金調達のルートを、そしてわが国経済には強靱な金融システムを、新しいフィナンシャル・テクノロジーがもたらしてくれるのである。不健全な金融システムが経済の足を引っ張るのとは逆に、効率的な金融システムは資金コストの低下、資金の選別的供給を通じて、経済成長と所得・雇用の創出に大きく寄与する。

バンキング・セクターにリスクが過度に集中する日本の金融システムの体質に根本的なメスを入れなければ、日本経済は、バンキング・セクターの揺らぎが景気循環の波を大きく増幅させる現在の構造をいつまでも抱え続けることになる。

## 脚注

---

<sup>1</sup> ナイフー・チェン、小林 孝雄、佐井りさ、「100 パーセント・マネー再論：フィナンシャル・テクノロジーの挑戦」『現代ファイナンス』No.20、2006 年 9 月。

表1 個人金融資産の内訳(2006年12月)

(単位:兆円)

	日本		米国	
現金・預金	801	(51%)	656	(13%)
保険・年金	399	(25%)	1,571	(32%)
株式・出資金	183	(12%)	1,518	(31%)
債券	58	(4%)	311	(6%)
投資信託	67	(4%)	717	(15%)
その他の金融資産	62	(4%)	113	(2%)
合計	1,571		4,886	

(為替レート:1ドル=118円で換算)

(データ:日本銀行資金循環勘定、FRB Flow of Funds of the United Statesより作成)

表2 非金融法人企業の資金調達

(単位:兆円)

	日本		米国	
金融機関借入	343	(38%)	629	(26%)
株式・出資金	465	(52%)	1,361	(57%)
債券	71	(8%)	381	(16%)
その他	18	(2%)	17	(1%)
合計	897		2,387	

(為替レート:1ドル=118円で換算)

(データ:日本銀行資金循環勘定、FRB Flow of Funds of the United Statesより作成)

表3 金融機関貸出の内訳

(単位:兆円)

	日本		米国	
住宅貸付	187	(20%)	1,125	(54%)
消費者信用	56	(6%)	269	(13%)
個人企業向け	88	(10%)	26	(1%)
非金融法人企業向け	343	(37%)	629	(30%)
政府向け	190	(21%)	1	(0%)
海外向け	53	(6%)	14	(1%)
合計	917		2,064	

(為替レート:1ドル=118円で換算)

(データ:日本銀行資金循環勘定、FRB Flow of Funds of the United Statesより作成)

表4 日米企業の負債比率

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
(a) 負債／時価総額							
日本							
時価総額5億ドル以上	0.28	0.23	0.23	0.25	0.21	0.26	0.22
時価総額5億ドル未満	0.03	0.03	0.03	0.04	0.05	0.04	0.04
米国							
時価総額5億ドル以上	0.32	0.37	0.44	0.49	0.44	0.38	0.36
時価総額5億ドル未満	0.28	0.33	0.25	0.23	0.27	0.23	0.24
(b) 負債／営業キャッシュフロー							
日本							
売上高5億ドル以上	2.72	2.66	2.61	2.62	2.65	2.55	2.53
売上高5億ドル未満	0.25	0.34	0.37	0.38	0.40	0.42	0.43
米国							
売上高5億ドル以上	5.40	5.63	6.56	5.81	5.30	4.62	4.11
売上高5億ドル未満	4.51	4.57	4.46	3.91	3.53	3.30	3.25

(データ:ブルンバーグより作成)

表5 各国の証券化商品の残高

(単位:10億ドル)

	日本	環太平洋諸国 (日本を除く)	北米	ヨーロッパ
MBS	45.23	82.76	1,920.00	231.76
ABS	32.75	20.14	937.55	128.51
CDO	3.02	3.20	165.45	37.73
合計	81.00	106.10	3,023.00	398.00

(データ:複数のソースより作成)

表6 証券化商品の投資家別内訳(米国)

銀行	48%
保険会社	23%
年金	12%
ヘッジファンド	3%
投資信託	12%
その他の投資家	2%
合計	100%

(データ: [www.bondmarkets.com](http://www.bondmarkets.com))



図1 貸出債権証券化の仕組み

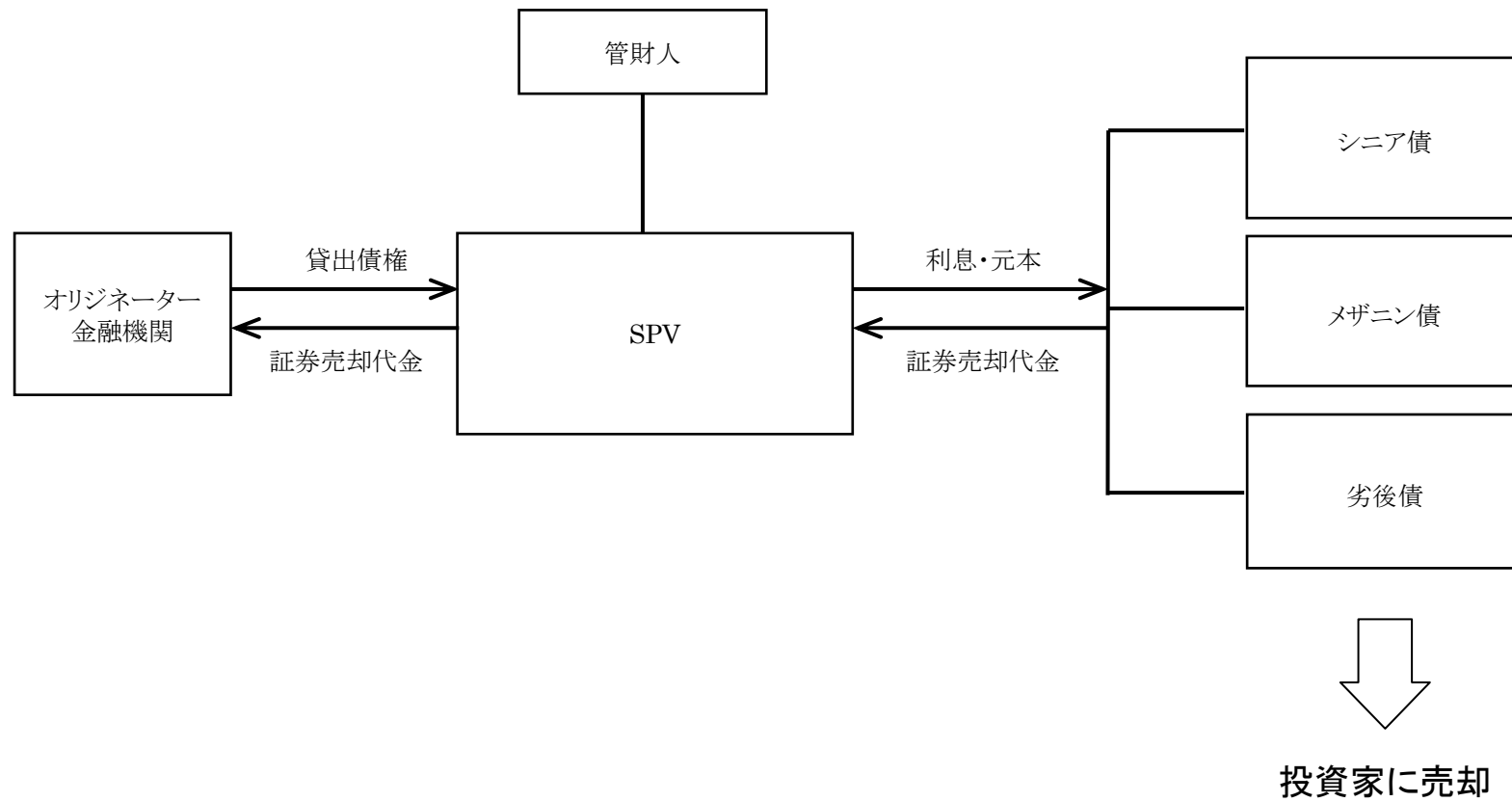


図2 米国証券化市場の拡大

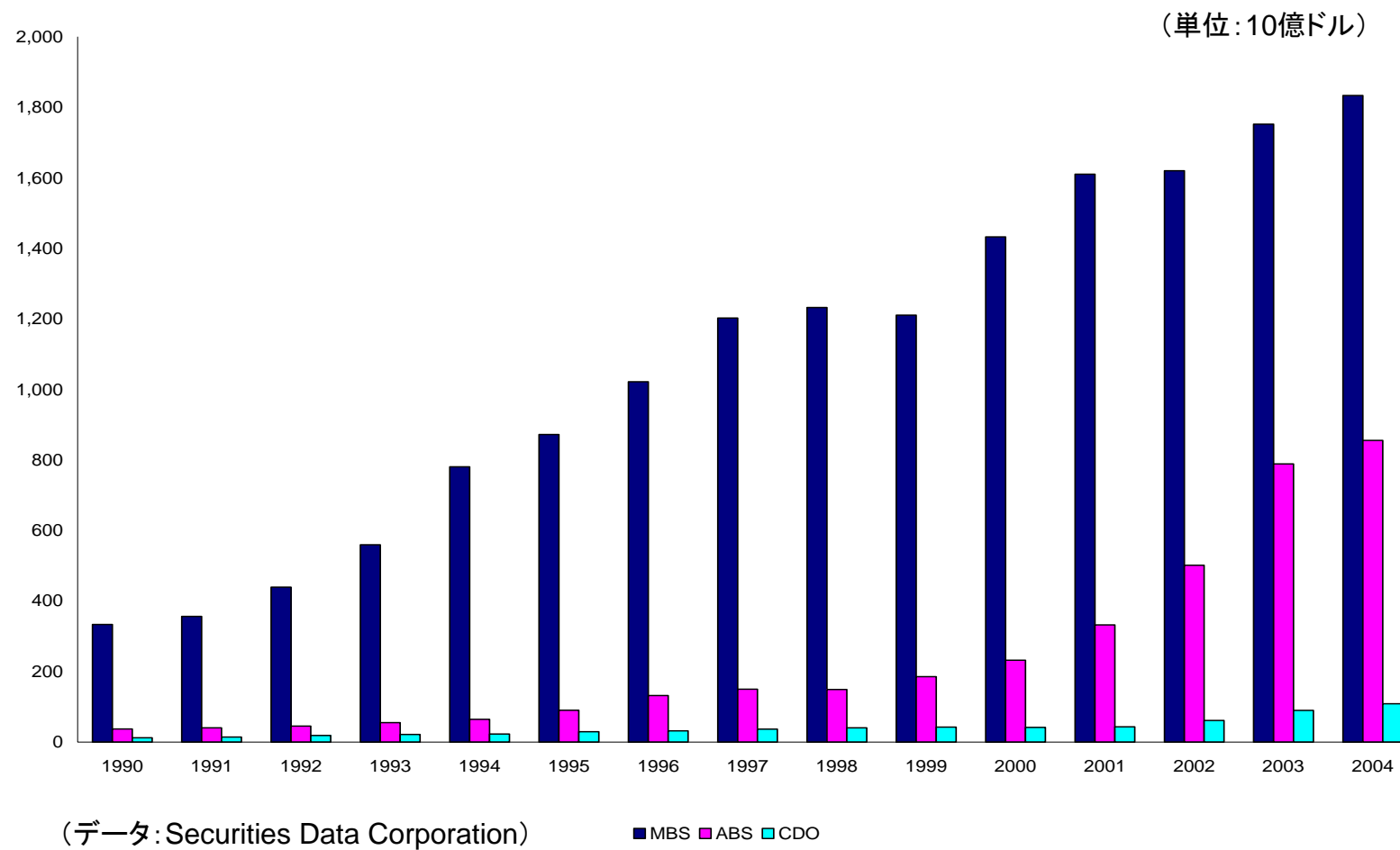
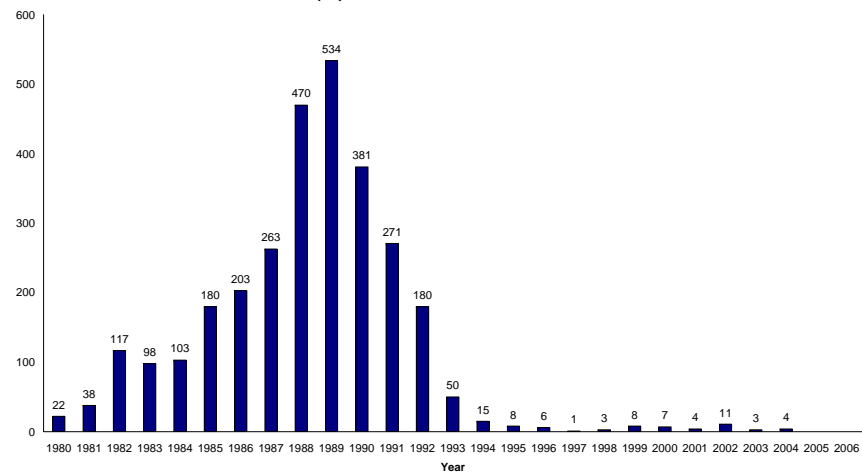
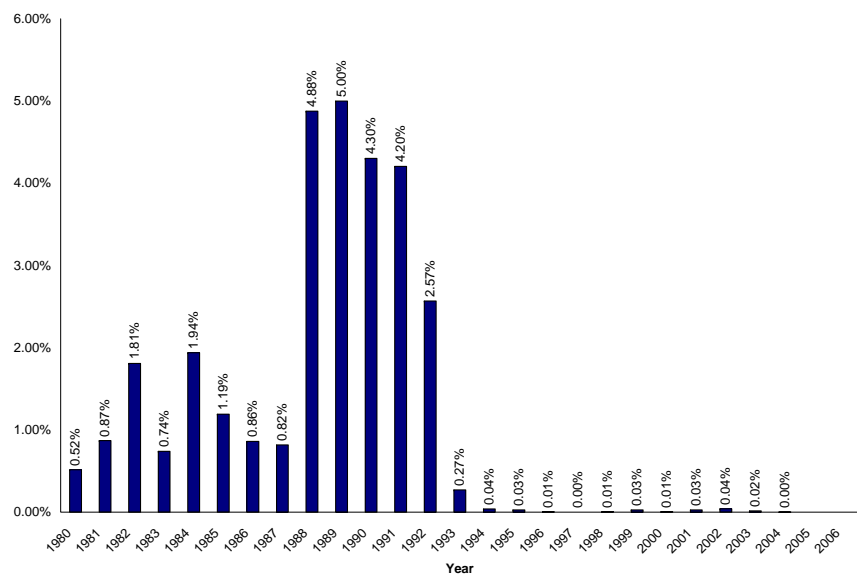


図3 米国破綻銀行数の減少

(a) 破綻銀行数



(b) 総資産額でみた破綻銀行の割合



(データ: Federal Deposit Insurance Corporation)